



南山铝业 (600219.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

氧化铝产能释放，航空板技术再现新突破

事件

8月25日公司公布23半年报，1H23实现营收145.01亿元，同比-19.04%；归母净利13.13亿元，同比-28.08%；扣非归母净利12.79亿元，同比-28.90%。2Q23实现营收76.66亿元，环比+12.17%；归母净利7.94亿元，环比+53.03%；扣非归母净利7.69亿元，环比+50.87%。

点评

氧化铝产能逐步释放，Q2业绩环比改善。(1)22年底印尼宣布从23年6月开始禁止铝土矿出口，政策影响1Q23铝土矿原料供给受冲击，氧化铝产量不及预期，2Q23原料问题得到较好解决，同时随着印尼200万吨氧化铝产能爬坡，氧化铝粉产销量显著提升，1H23氧化铝粉收入同比+43.59%至24.62亿元。(2)公司重点发展汽车板、航空板、动力电池箔等高附加值产品，1H23高端产品销量占比同比提升1个百分点至14%，高端产品毛利占比同比提升8个百分点至29%。1H23合金锭收入同比-9.48%至6.29亿元，铝型材收入同比-15.86%至21.19亿元，热轧卷/板收入同比+43.63%至4亿元，冷轧卷/板收入同比-31.11%至78.02亿元，铝箔收入同比-3.86%至7.86亿元。(3)1H23公司电、汽收入同比-96.01%至0.04亿元，天然气收入同比+27.19%至0.26亿元。受益于氧化铝产销提升和深加工产品出货量增长，2Q23公司综合毛利率环比提升0.1个百分点至19.26%，ROE环比提升0.58个百分点至1.72%。

期间费用大幅下降，驱动利润边际回升。公司2Q23财务费用-1.34亿元，环比-362.42%，贡献利润回升增量，带动1H23财务费用降低至-0.83亿元，其中汇兑收益0.97亿元。销售费用2Q23环比+1.28至0.82亿元，1H23同比-24.35%至1.18亿元；管理费用2Q23环比-17.14%至1.97亿元，1H23同比-0.04%至4.35亿元。

坚持创新驱动，航空板技术再现新突破。公司研发高端铝合金辊底式固溶淬火炉并成功试产，首次实现该设备国产化并将成本降低2/3。公司已经为空客、波音、中商飞等航空公司批量供货，高精铝合金辊底炉的成功启动进一步巩固公司的技术优势，提升产品盈利能力和公司核心竞争力，助力高附加值产品不断突破。

盈利预测&投资建议

预计公司23-25年营收分别为335/376/396亿元，实现归母净利润分别为37.23/39.86/45.21亿元，EPS分别为0.32/0.34/0.39元，对应PE分别为9.65/9.02/7.95倍。维持“买入”评级。

风险提示

产品价格大幅下跌；氧化铝和汽车板产能释放不及预期；生产成本大幅上涨；人民币汇率波动风险。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

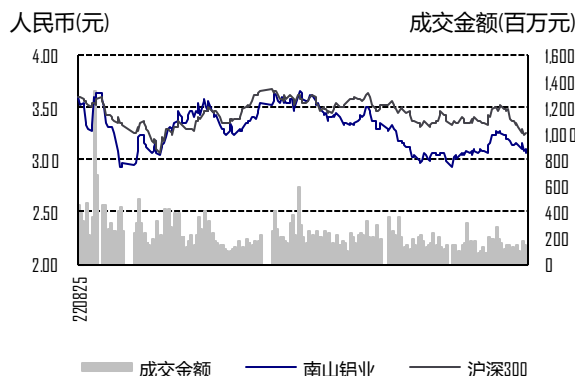
分析师：宋洋 (执业S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：3.07元

相关报告：

1.《南山铝业：汽车板龙头持续扩张》，2023.6.13



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,725	34,951	33,484	37,615	39,593
营业收入增长率	28.82%	21.68%	-4.20%	12.34%	5.26%
归母净利润(百万元)	3,411	3,516	3,723	3,986	4,521
归母净利润增长率	66.43%	3.07%	5.91%	7.06%	13.42%
摊薄每股收益(元)	0.285	0.300	0.318	0.340	0.386
每股经营性现金流净额	0.37	0.57	0.57	0.59	0.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.96%	7.79%	7.72%	7.72%	8.14%
P/E	16.50	10.89	9.65	9.02	7.95
P/B	1.31	0.85	0.75	0.70	0.65

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	22,299	28,725	34,951	33,484	37,615	39,593
增长率	28.8%	21.7%	-4.2%	12.3%	5.3%	
主营业务成本	-17,010	-21,650	-27,644	-25,832	-29,265	-30,393
%销售收入	76.3%	75.4%	79.1%	77.1%	77.8%	76.8%
毛利	5,289	7,075	7,307	7,652	8,350	9,200
%销售收入	23.7%	24.6%	20.9%	22.9%	22.2%	23.2%
营业税金及附加	-240	-258	-264	-277	-311	-327
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-259	-290	-291	-308	-346	-365
%销售收入	1.2%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-724	-854	-958	-957	-1,075	-1,131
%销售收入	3.2%	3.0%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	-1,481	-1,374	-1,486	-1,513	-1,699	-1,789
%销售收入	6.6%	4.8%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	2,584	4,300	4,307	4,598	4,918	5,589
%销售收入	11.6%	15.0%	12.3%	13.7%	13.1%	14.1%
财务费用	-134	-148	223	274	281	253
%销售收入	0.6%	0.5%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-20	-157	-462	-300	-300	-300
公允价值变动收益	-9	0	0	0	0	0
投资收益	107	54	118	0	0	0
%税前利润	4.1%	1.3%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,601	4,145	4,282	4,573	4,900	5,542
%营业利润率	11.7%	14.4%	12.3%	13.7%	13.0%	14.0%
营业外收支	5	-5	-27	-27	-27	-27
税前利润	2,606	4,139	4,255	4,546	4,873	5,515
利润率	11.7%	14.4%	12.2%	13.6%	13.0%	13.9%
所得税	-385	-420	-311	-333	-357	-404
所得税率	14.8%	10.1%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
净利润	2,221	3,719	3,944	4,213	4,516	5,111
少数股东损益	172	309	428	490	530	590
归属于母公司的净利润	2,049	3,411	3,516	3,723	3,986	4,521
净利率	9.2%	11.9%	10.1%	11.1%	10.6%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,221	3,719	3,944	4,213	4,516	5,111
少数股东损益	172	309	428	490	530	590
非现金支出	2,153	2,299	2,754	2,647	2,976	3,304
非经营收益	398	242	-105	344	340	416
营运资金变动	1,112	-1,845	76	-514	-927	-352
经营活动现金净流	5,883	4,416	6,669	6,690	6,906	8,480
资本开支	-2,845	-1,180	-1,577	-5,181	-6,177	-7,177
投资	2,430	-24	15	0	0	0
其他	59	0	67	0	0	0
投资活动现金净流	-356	-1,205	-1,495	-5,181	-6,177	-7,177
股权募资	1,218	681	0	0	0	0
债权募资	-1,964	2,922	-888	-2,673	2,624	390
其他	-656	-3,386	-833	-900	-899	-975
筹资活动现金净流	-1,402	218	-1,721	-3,573	1,725	-584
现金净流量	4,001	3,274	3,572	-2,064	2,454	719

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,227	18,273	20,875	18,810	21,264	21,983
应收款项	4,194	4,731	4,917	5,140	5,775	6,078
存货	4,624	6,429	6,436	6,369	7,216	7,494
其他流动资产	1,080	1,263	1,766	1,813	1,937	1,978
流动资产	23,125	30,697	33,994	32,133	36,191	37,533
%总资产	41.3%	48.6%	52.5%	49.2%	49.8%	48.2%
长期投资	508	568	601	601	601	601
固定资产	29,226	29,160	27,304	29,713	32,800	36,563
%总资产	52.2%	46.2%	42.2%	45.5%	45.2%	47.0%
无形资产	2,397	2,444	2,425	2,519	2,606	2,688
非流动资产	32,887	32,481	30,732	33,236	36,410	40,256
%总资产	58.7%	51.4%	47.5%	50.8%	50.2%	51.8%
资产总计	56,012	63,178	64,726	65,369	72,602	77,788
短期借款	5,093	8,445	7,362	4,702	7,336	7,726
应付款项	3,868	4,336	4,334	4,053	4,592	4,769
其他流动负债	1,707	2,234	2,182	2,151	2,290	2,383
流动负债	10,668	15,014	13,878	10,906	14,218	14,879
长期贷款	350	0	190	190	190	190
其他长期负债	706	640	640	627	617	616
负债	11,725	15,655	14,708	11,723	15,024	15,685
普通股股东权益	40,385	42,867	45,102	48,240	51,641	55,577
其中：股本	11,950	11,950	11,709	11,709	11,709	11,709
未分配利润	10,823	13,311	15,851	18,989	22,390	26,326
少数股东权益	3,902	4,657	4,916	5,406	5,936	6,526
负债股东权益合计	56,012	63,178	64,726	65,369	72,602	77,788

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.171	0.285	0.300	0.318	0.340	0.386
每股净资产	3.379	3.587	3.852	4.120	4.411	4.747
每股经营现金净流	0.492	0.370	0.570	0.571	0.590	0.724
每股股利	0.055	0.063	0.040	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	5.07%	7.96%	7.79%	7.72%	7.72%	8.14%
总资产收益率	3.66%	5.40%	5.43%	5.70%	5.49%	5.81%
投入资本收益率	4.42%	6.90%	6.93%	7.28%	7.00%	7.40%
增长率						
主营业务收入增长率	3.67%	28.82%	21.68%	-4.20%	12.34%	5.26%
EBIT增长率	27.56%	66.38%	0.17%	6.75%	6.97%	13.62%
净利润增长率	26.30%	66.43%	3.07%	5.91%	7.06%	13.42%
总资产增长率	2.29%	12.79%	2.45%	0.99%	11.06%	7.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.1	32.9	29.3	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	104.5	93.2	84.9	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	59.6	49.5	41.7	41.7	41.7	41.7
固定资产周转天数	379.6	349.5	275.5	306.2	286.0	281.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.41%	-20.68%	-26.65%	-25.96%	-23.88%	-22.67%
EBIT利息保障倍数	19.2	29.1	-19.3	-16.8	-17.5	-22.1
资产负债率	20.93%	24.78%	22.72%	17.93%	20.69%	20.16%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-13	买入	3.10	4.13~4.13

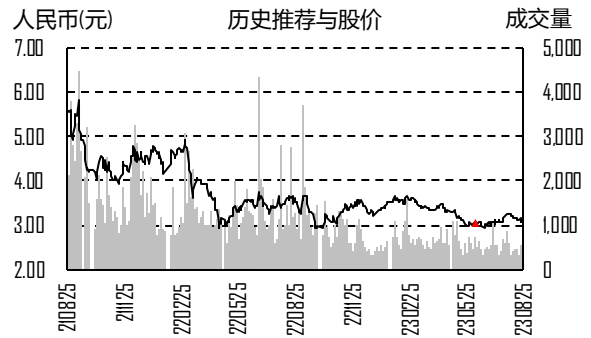
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究